

官民ファンドによるスタートアップ企業育成の意義と問題点 －新設された（株）産業革新投資機構の役割と在り方－

Significance and Problem of Start-up Firm Creation by Public&Private Fond

田口 敏行
Toshiyuki TAGUCHI

（令和元年 9 月 25 日受理）

キーワード 産業革新投資機構、官民ファンド、スタートアップ、オープンイノベーション

要旨

2018 年 9 月に官民ファンドの（株）産業革新機構から（株）産業革新投資機構（INCJ）が分割・新設され、活動を開始した。産業革新投資機構は、産業革新機構の事業を継承しながらも、次世代のスタートアップ企業やベンチャー企業を支援することを目的に新設されており、AI や IOT などを駆使した次世代の企業育成を図っていくことが期待されている。GAFA と呼ばれるようなユニコーン企業を創出した米国に比べて、我が国のスタートアップ企業の台頭はまだまだ弱い、官民ファンドによるスタートアップ企業の育成は、産業政策上はもちろん、日本の企業競争力向上にとっても重要な役割を果たすものといえる。

本稿では、官民ファンドの役割や意義を再確認しながら、これまで活動してきた産業革新機構の活動実績、効果、問題点などを検証し、新設された（株）産業革新投資機構の今後の活動の在り方や課題を考察する。設立直後に役員人事の処遇の問題で経営層が辞任するという事態があり、ガバナンス上の問題点を抱えたスタートとなったが、存在意義や役割は否定されるものではなく、より有益な活動に向けてどうすればよいかを考察していく。

1. 問題の所在

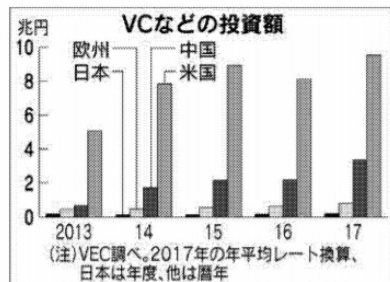
まずは、本稿の執筆動機や解明しようとする要点を概括的に述べておく。AI や IOT 時代を迎え、スタートアップ企業やベンチャー企業の設立と活躍は、飛躍的に増大していると言ってもよい。その背景にはデジタル化の進展がある。インターネットはもちろん、デジタル化の波や技術革新は、通信コストを著しく下げ、クラウドサービスなど用いれば、大変低い初期投資でビジネスが可能となっている。つまり、デジタル分野は参入障壁が低く、AI や IOT といった最先端の分野でも大企業だけでなく、スタートアップ企業などに参入余地があり、ビッグチャンスにつながる可能性が残されている。GAFA と呼ばれるリーディング企業は、どれも米国発企業であるが、スタートアップ企業から成長した若い企業である。米国ではシリコンバレーはもちろん大小さまざまなスタートアップ企業の台頭がみられ、ユニコーンと呼ばれる時価総額 10 億ドル以上の未上場スタートアップ企業が

数多く登場している。中国でもスタートアップ企業やユニコーン企業の台頭は目立つ。経済成長の担い手は、次世代ビジネスを手掛けるスタートアップ企業が大きな役割を果たしはじめていっていると言えるであろう。

そうしたなか我が国の状況を見ると、件数の上でも規模の上でも、スタートアップ企業の登場は脆弱であり、競争力という観点からも世界と比較すると見劣りがする。ユニコーン企業だけを比べると日本は、米国はもちろん中国やインドにも件数で劣っている。米 CB インサイツの統計（2018 年 8 月）によれば、ユニコーン企業は世界全体で 260 社あるが、米国が 1 位で 121 社、第 2 位は中国で 76 社に及ぶ。欧州では英が 15 社、独が 6 社であるが、日本は 1 社（AI ベンチャーのプリファード・ネットワークス社）のみである¹⁾。

スタートアップ企業やベンチャー企業へ投資する支援環境という点でみると、ベンチャーキャピタルなどによる投資額で、やはり日本は米、中、欧州に劣っている。一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）によるベンチャーキャピタルなどの投資動向国際比較調査（2017 年）では、図表－1 のような様相をしている。米国は投資額 9 兆 5336 億円で圧倒的な額であり、中国の投資額も前年比で 54% 増と急伸し、米国に次ぐ規模となっている。日本の規模は著しく低い。この調査では、欧州と日本の投資額に海外からの投資が含まれていないため、低く提示されてしまうものの、日本のスタートアップ投資は 4000 億円程度とされ、米国の 20 分の 1 にとどまる²⁾。

図表－1 VC などによる投資額の国際比較



(出所) 日経朝刊 2018 年 9 月 4 日付け。

そうした我が国の置かれている状況から、政府がスタートアップ・ベンチャー企業創出のための政策を展開している。「官」の力で推進しようとするところが我が国の特徴であり、財政投融资の一環でもある。今回政府は、「未来投資戦略 2018 —『Society 5.0』『データ駆動型社会』への変革—」を策定し、その中でベンチャー支援強化を推進している³⁾。①ベンチャー企業への VC 投資額の対名目 GDP 比を 2022 年までに倍増させる、②企業価値又は時価総額が 10 億ドル以上となる未上場ベンチャー企業（ユニコーン又は上場ベンチャー企業）を 2023 年までに 20 社創出する、という目標が掲げられている。我が国発のユニコーン・ベンチャー企業は依然として少なく、世界の成長に取り残されるのではないかという危機感がある。

そうした認識の上にたつての具体的な施策として、官民による集中プログラム「J-Startup」が 2018 年に開始され⁴⁾、その延長線上に今回取り挙げる官民ファンド（株）産

業革新投資機構の設立がある。但し官民ファンドの設立や施策は、今に始まったことではない。2008年のリーマン・ショック後に景気が低迷し、民間企業では先端技術分野などへの投資が不足した。そこで、将来性のある産業を官民で育成しようという目的で、2009年に産業革新機構が設立されている。先端技術の事業化や国内企業の再編などを、公的資金を使って支援する官民出資の投資ファンドであった。「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法(産活法)」に基づき、15年の時限組織として設立されている⁵⁾。

産業革新機構の概要については後述するが、政府支出(財務省)が2660億円、民間企業27社(2個人)が140億円を出資し、政府保証枠1兆8000万円を持つ機構であった。総額2兆円規模の投資能力を有するベンチャー育成のためのファンドで、経済産業省が所管している⁶⁾。民間ファンドでは出来ないリスクテイク機能(リスクマネーの供給)を持った時限組織の官民ファンドとして、特に先端産業分野のベンチャー育成を目指している。投資対象となるのは、①大学や研究機関に分散する特許や先端技術による新事業、②ベンチャー企業の有望な技術、③国際競争力の強化につながる大企業の事業再編などで、投資にあたっては機構内に設置する「産業革新投資委員会」が最適かどうかを評価する⁷⁾。機構が直接対象先に投資することもあれば、機構が民間のベンチャーキャピタルに資金支援し、そこから間接的に対象先に資金支援がされるという場合もある。

このように我が国では、官民によるスタートアップやベンチャー企業の育成は、10年以上前から展開はされていたのである。スタートアップやベンチャー企業の台頭は見劣りするが、官民の創出に向けた取り組みは継続的に行われている。我が国のベンチャーキャピタルなどの投資ビジネスが未だ脆弱であり、特にリスクの高い分野においては、官主導となって民のマネジメント力や実践力を取り込み、官民共同のファンドを作り、世界に追いつこうとする政策といえる。「官」の資金力に「民」のマネジメント力を動員し、戦略的に次世代のスタートアップ企業やベンチャー企業を育てていこうという狙いでもある。

ただこれまでの問題は、スタートアップやベンチャー企業を創出すべき産業革新機構が、負債を抱え経営不安となった大企業への資金援助を行う「企業再生」に重点がおかれた傾向があったところである。ジャパンディスプレイやルネサスエレクトロニクスへの支援などがそれで、多額の資金が投入された。産業革新機構の役割は、あくまでも次世代を担うベンチャーの育成にあり、「産業再生機構」や「会社再生支援機構」のような「過大な債務を負っている事業者の事業の再生や支援すること」を目的とするものではない⁸⁾。ところが、産業革新機構はジャパンディスプレイやルネサスエレクトロニクスに対して、「分割・再編投資」という目的で他の案件とは比較にならない多額の投資を行っていた。産業革新機構の投資方針には、①スタートアップ・ベンチャー事業段階の企業への投資、②民間のベンチャーキャピタルへの投資を通じた間接的な投資、③分割・再編のための投資、④海外向けの投資、といった種別があり、分割・再編の投資は活動の一環ではあるが、本来の目的からすれば経営不安に陥った大企業の再生は、政策課題とかけ離れてしまう。

もちろん、産業革新機構も本来の新規企業の育成策に沿った投資活動は行っていた。2018年12月末までに137件の投資案件と支援を実践している。産業革新機構の支援は、未上場のベンチャー企業の資金調達額全体の約20%を占めるまでに至る。累計投資のうちの4分の1強は、ベンチャーキャピタルなどの民間ファンドへ流れ、間接的に250件以上のベンチャー企業の支援につながっている。日本初のユニコーンの上場となったメルカリは、

そうした支援のなかから生まれた企業である。そうした意義は否定されないが、ファンドの大きな投資案件は、ジャパンディスプレイやルネサスエレクトロに流れ、その投資額は他と比べ物にならないくらい大きい。大企業の再生とスタートアップの育成が混在する機構となっていたといってもいいかもしれない。

前置きが長くなったが、本稿の課題は、今一度、産業革新機構の取り組みや実績・実態を検証したうえで、官民ファンドによるスタートアップ企業育成の在り方を検討してみるところにある。産業革新投資機構は、産業競争力強化法の改正法の施行に伴い、2009年に設立された株式会社産業革新機構から改組されて2018年9月に新設された。過去の産業革新機構のような問題点を克服し、一層のスタートアップやベンチャー企業の育成を官民で行っていくとする取り組みの母体となる。同じような轍は踏んではならない。その在り方を考えるためにも、過去の産業革新機構の意義と問題点を検討したうえで、新しい産業革新投資機構の活動の在り方を検討する必要があると考えている。

産業革新機構は、経営不安に陥った大企業の再生機能も図ったところに問題があったが、ファンドの回収やマネジメントという点でも、損失が大きかった。2017年の日本経済新聞社の調査では、ファンドによるベンチャー投資はエグジット（投資回収）案件の8割超で損失を出していることが判明した。「次世代の国富を担う産業創出」を掲げ、民間で負えないリスク資金を注入しているため、資金を回収し成果を上げることは難しいが、調査の時点で全株を手放した23件のうち、元が取れたのは4件どまりで、ほぼ全損の案件が多くなると報道されている。そのうち2社は経営破綻しており、追加出資で損が膨らんだ例は約10件あったとされる⁹⁾。小型案件では成果が出ずに撤退する例も目立ち、機構は17年度下半期に6件の投資案件を手じまいしている。そのうち株式市場で株を売却できたのはルネサスエレクトロニクスなど2件で、残る4件は投資先企業の解散など、事実上の撤退であった¹⁰⁾。産業革新機構による官民ファンドのマネジメントは、多くの問題点を抱えていたといえる。

そうした経緯から2018年9月に、(株)産業革新投資機構が新設された。今回は企業再生ではなく、次世代のスタートアップやベンチャー企業の創出を狙う官民ファンドである。これまでの産業革新機構は、(株)産業革新投資機構の100%子会社となり、それまで手掛けた事案は同社が継承するが、新会社は過去の轍を踏まぬようスタートアップの支援に本腰を入れる役割を果たすことになる。残念なことに活動をスタートさせた直後、役員の報酬問題で運営所管の経済産業大臣と意見の衝突があり、決まっていた役員全員が辞任するという事態が起こった。混乱の下でのスタートとなったが、その存在意義や役割は否定されるものではないと考える。以下、革新機構であった時の実績やマネジメントを検証し、意義と問題点を考察する。そして、新しい機構に何を継承すればよいのか、どこに改善を図って取り組めばよいのか、新機構の今後の在り方を考察していく。

2. 産業革新機構によるファンド経営の特質

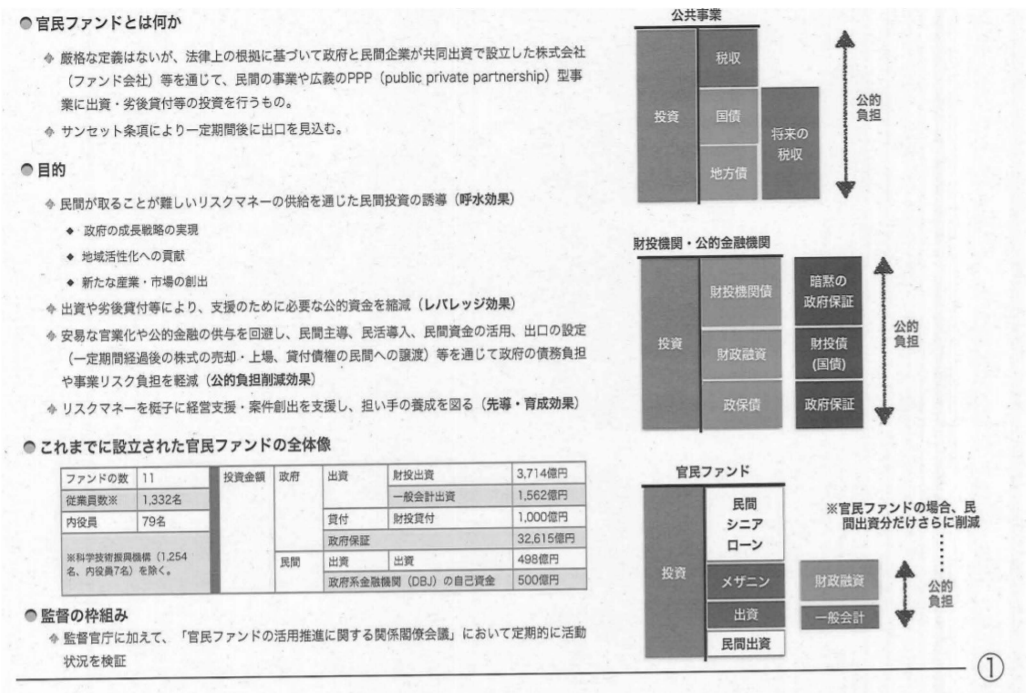
1) 設立の経緯、目的、組織の特性など

産業革新機構（以下革新機構）の設立経緯をはじめ、活動目的、統治機構や組織の特性、経営の特質などを振り返っておく¹¹⁾。

設立は2009年7月で、リーマン・ショックの混乱收拾の真只中といえる時期に設立された。わが国経済と産業の一層の発展に向けて、特に次世代の国富を担う産業を創出するために設けられた機構である。政府と民間企業との共同出資による株式会社形態をとる官民ファンドであった。政府主導の官民ファンドは、産業革新機構に限定されるものではなく、中小企業の再生ファンド、地域活性化のためのファンドなど、数多く存在している¹²⁾。官民ファンド全般に関わる特質は、図表-2のとおりである。図表中の目的にあるとおり、民間がとることが難しいリスクマネーの供給を通じた民間投資の誘導（吸水効果）がファンドの果たす役割である。

産業革新機構は、政府の出資額が2860億円に及び最大級の官民ファンドである。産業界と連携して次世代を担う企業を見つけて支援し、柱となるよう育成していく活動を行うことを旨とする。単に資金支援だけでなく、経営支援や技術支援も行っていく役割を担う。産業界との広いネットワーク化を図り、支援先には必要に応じて関連する人材を派遣したりもする。また、支援先が経営上の問題に直面しているような場合、取締役を派遣するといったサポートも行う。機構自体が業種や組織の壁を越えて他企業・組織と連携しながら、次世代の技術を生み出す主体＝企業を育成することを目的としている。資金とマネジメントノウハウをオープンイノベーション戦略を駆使して提供していく母体と位置付けられていたと言える¹³⁾

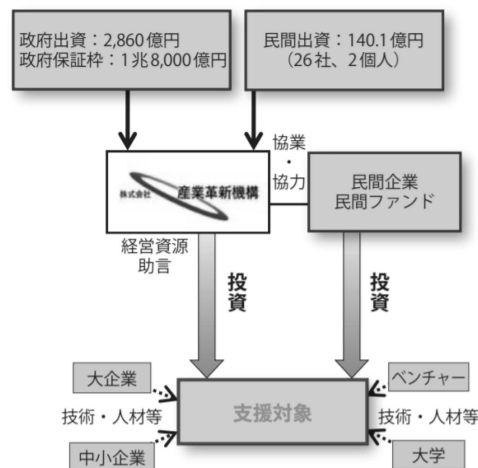
図表-2 官民ファンドについて



（出所）「官民ファンドについて」（<https://www.mod.go.jp/j/approach/agenda/meeting/sobi-gijutsuiten/sonota/pdf/04/001.pdf>、p.1より）

機構自体が幅広くネットワークを張り巡らし、オープンに資源を持つ存在となるために、企業、金融機関、投資ファンド、法律事務所、会計事務所、コンサルティング会社、人材紹介会社など、多様な機関と連携が図られている。スタートアップ企業に不足する資源をもれなく提供できるような体制づくりが行われ、小規模案件から大規模案件にも対応可能な官民ファンドを目指していた。2009年7月「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」（産活法）に基づき設立された。全体のスキームは、図表－3のとおりである。官民の出資比率は、政府から2860億円が出資され、民間から約140億円が出資されている（1社5億円）。民間の内訳は、企業が26社、個人が2人である。政府保証枠が1兆8000万円あるため、総額で2兆円を超える官民ファンドとなった¹⁴⁾。

図表－3 産業革新機構の出資スキーム

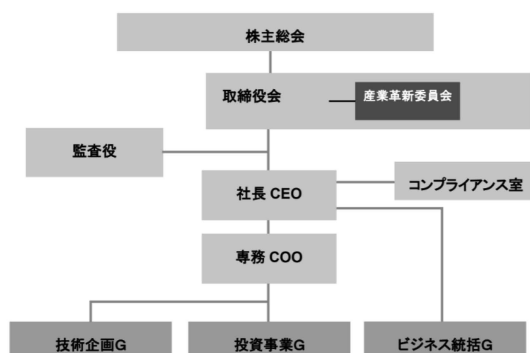


（出所）（株）産業革新機構 企画調整グループ 企画調整室 室長 兼 戦略投資グループ マネージングディレクター大森 伸一「株式会社産業革新機構（INCJ）の役割及び投資における特許の位置づけについて」『tokugikon』、2016、5.13、no.281、p.24（<http://www.tokugikon.jp/gikonshi/281/281tokusyu3.pdf>）より。

執行組織体制ならびにマネジメント体制は、図表－4のとおりである。代表取締役社長の能見公一氏をはじめ、専務取締役に朝倉陽保氏、専務執行役員3名、執行役員7名が構成メンバーとなっていた。なかでも重要な機関は、産業革新委員会と言える。同委員会は、産業革新機構の支援対象や内容などについて、客観性・中立性を担保しつつ、意思決定を行う社内機関となっている。法令に基づき、当機構の代表取締役及び社外取締役により構成されており、委員会には監査役も出席することになっている。次世代の成長領域の担い手となる企業を選ぶことになる。つまり次世代を担う先端的な技術開発力や研究開発力を持ち、実際の技術や製品・サービスを提供し得る力量のある企業を選定する機関である。客観性・中立性はもちろん、先見の明も無ければならない。複数のメンバーで選定され、

同委員会の構成メンバーは図表－５のとおりである。委員には代表取締役社長の能見氏が入り兼務しているが、他のメンバーは専任である。

図表－４ 産業革新機構の執行組織



(出所) 経済産業省「平成23年度産業革新機構の業務の実績評価について」、p.35 (http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy23.pdf) より。

図表－５ 産業革新委員会の構成メンバー

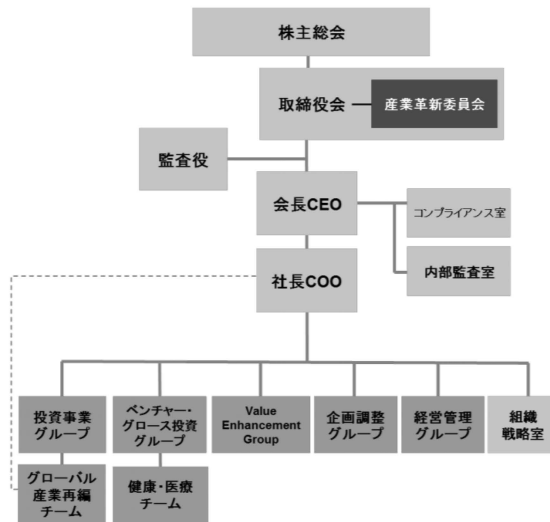
委員長	吉川弘之 (独) 科学技術振興機構研究開発戦略センター長
委員 (委員長代理)	三村明夫 新日本製鐵 (株) 代表取締役会長
委員	園井秀子 リコーIT ソリューションズ (株) 取締役会長執行役員
委員	棚橋元 弁護士、森・濱田松本法律事務所パートナー
委員	能見公一 (株) 産業革新機構代表取締役社長 (CEO)
委員	武藤徹一郎 (公財) がん研究会上席常務理事・メディカルディレクター (代表理事)
委員	吉田淑則 JSR (株) 取締役会長
監査役	高浦英夫 公認会計士、前あらた監査法人代表執行役

(出所) 産業革新機構 HP <http://www.incj.co.jp/>より。

組織体制は、2009年から2018年までの間に変化しており、設立当初の組織体制から徐々に専門化や戦略性が込められた体制へと進展がみられる。最も新しい体制を図表－６に示す。変遷としては、2012年6月に「ポスト・インベストメント・グループ」とベンチャー投資を担う専門部門として「戦略投資グループ」が新設された。そして2014年には「戦略投資グループ」の下に「健康・医療チーム」が創設されている。また2017年には、ベンチャーへの成長支援をより強化するという観点から、「戦略投資グループ」を「ベンチャー・グロース投資グループ」へ変更した。また、バリューアップ支援を強化するという観点か

ら、「ポスト・インベストメント・グループ」を「Value Enhancement Group」へと名称変更している。さらに、グローバルベースでの再編による我が国の競争力強化を図ることを目的として、「グローバル産業再編チーム」を編成した。状況に応じての組織的な適応は行われてきたといえる。

図表－6 2019 年度における最新の産業革新機構組織体制



（出所） 経済産業省「平成29年度産業革新機構の業務の実績評価について」、p.11 (http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy29.pdf) より。

2) 機構が定める投資基準

次に産業革新機構が定める投資案件の採択基準をまとめておく。いかなる対象に投資を行うかという投資先の選定プロセスは、最も重要なマネジメントプロセスともいえる。産業革新委員会が決定にあたる機関となるが、選定基準は「産活法」に定められ、同法第30条の24に基づいている。選定されるためには、「支援の対象となる特定事業活動が満たすべき基準」ならびに「特定事業活動支援全般について機構が努めるべき事項」の2つを満たさなければならない。以下にまとめておく¹⁵⁾。

まず、第1に「支援の対象となる特定事業活動が満たすべき基準」であるが、機構が支援を行おうとする事業者の活動は、「社会的ニーズへの対応」「成長性」「革新性」の3つを満たす必要がある。「社会的ニーズへの対応」とは、例えば国内外のエネルギー・環境問題への対応、健康長寿社会の実現、我が国の潜在的な「底力」の発揮による更なる国民経済生産性の向上など、社会的ニーズに対応したものであることが必要とされる。「成長性」では、①新たな付加価値の創出などが見込まれること、②民間事業者等からの資金供給が見込まれること、③取得する株式などの処分の蓋然性が高いと見込まれること、の3つが必要とされる。そして、「革新性」では、他の事業者の経営資源を有効に活用するような事

業形態の革新性を有することにより、我が国の次世代の国を担う産業の創出に寄与するものであることが求められている。

「革新性」に関しては、具体的に次の4つの要件が求められる。1つ目は「先端基礎技術の結集及び活用」で、基礎研究分野で企業や大学などの組織の壁を超えて、先端技術に係る知的財産を集約し、組み合わせて事業者に対してライセンス供与するものであることが必要とされる。2つ目は「ベンチャー企業等の経営資源の結集及び活用」で、将来大企業などで事業化を継承することを念頭に、ベンチャー企業の有望な技術を支援するものであることが求められている。3つ目は「技術等を核とした事業の再編・統合」で、特定事業活動に係る技術・事業を外部に切り出したり、複数の技術・事業を組織の壁を超えて集約するなど、新たな技術の開発や新たな製品・サービスの提供に向けて、技術を核とした事業の再編・統合を行うものであることが求められる。そして4つ目は「我が国に存在する経営資源以外の経営資源の活用」で、環境・エネルギー、医療・介護・健康などの戦略分野において、我が国に存在する経営資源以外の経営資源を活用しながら、新たな産業分野への進出・需要開拓に資するものであることが求められている。

以上が「支援の対象となる特定事業活動が満たすべき基準」である。そしてこの基準に加え、さらに機構側は「特定事業活動支援全般について機構が努めるべき事項」を満たさなければならない。機構の支援活動はリスクの高い事業への支援であり、必ずしも全ての事業活動が成功するものではないことを鑑み、安定的な業務運営を確保する観点から、次の（イ）から（ホ）までの要件に適合するよう努めなければならないものとされている。

イ 投資事業全体としての長期収益性の確保

事業支援を通じて保有する株式などの処分を行うことで得られる総収入額が、少なくとも機構の全ての事業期間を通じて必要な総支出額を上回るように、事業年度毎に進捗状況を適宜評価し、機構が行う投資事業に係る長期収益性を確保すること。

ロ 投資事業全体として分散投資となること

事業支援の対象が特定分野に過度に偏ることがないように、適切な分散投資を行うこと。

ハ 個別投資案件に関する規律の確保

事業支援として行われた個別投資案件については、事業・収支計画の策定、経営体制の確保、ハンズオン支援を含む投資後のフォローアップなどにより、事業の成長と収益性の向上を厳格に目指し、規律ある投資を行うこと。

ニ 個別投資案件に関する民間投資ファンドなどとの補完性

事業支援として行われた個別投資案件について、一定のリスクをとって民間事業者のみでは通常実現しがたい事業活動を後押しするという観点を十分踏まえるとともに、機構の収益目標が類似の民間投資ファンドの収益目標と異ならないようにし、類似の民間投資ファンドの活動を不当に妨げるようなことがないよう配慮すること。また、民間投資ファンドと協調して投資を行っていくこと。

ホ 責任ある投資執行体制の整備

機構の役職員の賞与を対象事業者の業績と連動させるなど、機構の役職員が責任をもって任務を行うことができる投資の執行体制を整備すること。

以上が「支援の対象となる特定事業が満たすべき基準」である。機構は、先に見た「支援の対象となる特定事業活動が満たすべき基準」と合わせて、2つを同時に満たさなければ

ばならない。機構の投資は、リスクは高いが「革新性」と「成長性」に富むことが期待される案件を主な対象とし、次世代のスタートアップ企業を育成していくことがミッションとなる。ハイリスクでローリターンのスタートアップ事業者を対象とするため、民間企業の資金は供給されにくい。そこを機構が埋めることになる。投資対象先の事業を軌道に乗せ、機構の投資資金を回収することは非常に難しいことは予想できる。しかし、機構は助成機関ではない。ファンドは、公的資金を投入するだけでもない。資金の回収と収益性を果たすことを機構は求められており、単なる補助金活動ではなく収益事業とされているところが特徴的と言える。

3) 個別投資案件に対する支援ならびにポートフォリオ・マネジメント

次に採択された投資先を機構がどのようにマネジメント支援したのかについて考察しておく。産業革新委員会により投資先が決定された個別の案件は、どのように管理運営されたのであろうか。そこでは「個別投資案件に関する規律の確保」が重視されている。

機構は、ファンドであるため資金供給が主な業務ではあるが、投資先に対する経営支援（ハンズオン）を含む適切なフォローアップを実施することで、事業の成長と収益性の確保を実現していくことが期待されていた。スタートアップ企業の「育成」という使命を持ち合わせている。こうした役割を果たすためには、投資実行後も投資先を適切にモニタリングしながら、その経営支援を行う体制を構築することが必要とされた。個別投資先に対するモニタリング手法、経営支援手法を見ておく。

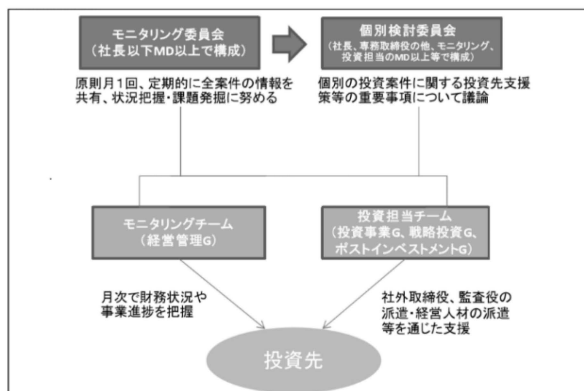
機構においては、支援決定に至るまでの案件の組成・評価を担当した各投資担当チームが、投資実行後も引き続いて当該投資先へのハンズオン支援を行う。特に投資実行当初においては、投資決定に至る経緯や投資の狙いなどを深く理解した投資担当チームが、経営支援に直接関与することで、当初の計画・目標の実現に有意義な役割を果たすことにつなげている。このような手法は、プライベート・エクイティファンドにおいても一般に見られる手法で、民間企業のノウハウを組み込んだ手法でありマネジメントといえる。さらに投資担当チームとは独立に、公認会計士などの専門的知識・経験を有する人材によって構成される組織としてモニタリングチームを設置している。このモニタリングチームが投資済のすべての案件について、月次で客観的な財務・会計情報などに基づき、定時モニタリングを行う体制が整えられている。

これらに加え、機構の社長以下のすべての経営幹部（マネージング・ディレクタ＝MDを含む）が参加するモニタリング委員会が原則として毎月開催されており、投資先の財務状況や課題、取組み状況を社内でも共有し、投資先の状況把握及び課題発掘に努めている。モニタリングにおいては、主に売上及び利益の実績、特にベンチャー企業の場合は、資金繰りや製品開発の状況などを注視し、コンプライアンス遵守の観点から株主総会や取締役会における意思決定について、リーガル面での確認も実施している。モニタリング委員会は、自らが投資決定や経営支援に関わっていない担当外の案件についても、その経営状況や対策に関わる情報共有と課題の発掘に関する議論への参加機会となり、各 MD にとって学習機会の場合としても機能していた。

機構設立後 3 年目には、投資実行後の企業価値向上を担う専門部門として、ポスト・インベストメント・グループが設置された。新規投資だけを増やすだけではなく、既に投資

が実行された案件について、投資先の企業価値を高めることを専業とする同部署の新設は、単にモニタリングするだけでなく、価値を高めるためのマネジメント組織といえる（図表－7）。機構のポートフォリオ・マネジメントは、投資実行チーム（投資事業グループ及び戦略投資グループ）により投資先の選定がなされ、そしてポスト・インベストメントグループにより投資先のバリューアップのためのマネジメントがなされていく。他方、他部署から独立してポートフォリオ管理室が設置されており、定量データに基づく客観的な投資先のモニタリングが行なわれている。ポートフォリオ管理室は、室長の常務執行役員を含め公認会計士7名で構成されている。すべての投資済み案件について月次の財務情報や取締役会審議事項を中心に、事業の進捗状況などオフサイドのモニタリングを案件横断的に実施し、ポートフォリオの健全性を常時監視している。産業革新委員会を中心に、個別の投資チーム、バリューアップチーム、モニタリング委員会、ポートフォリオ管理室などが相互に連携を図りながら個別の投資案件が支援され、ポートフォリオ・マネジメントが行われている。

図表－7 投資案件のマネジメント体制



（出所）「平成 24 年度産業革新機構の業務の実績評価について」経済産業省、p.13 (http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaiei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy24.pdf) より。

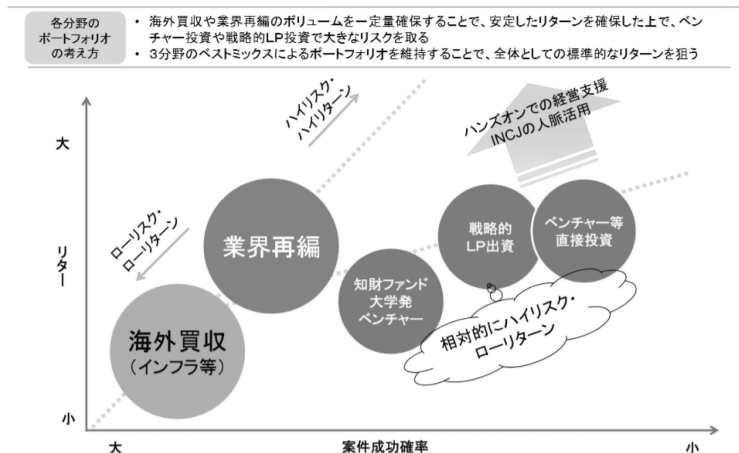
4）投資先分野や事業レベルの特質

投資先は「革新性」と「成長性」に留意するものであるが、分野としては、技術領域を中心に「環境エネルギー」「ライフサイエンス」「エレクトロニクス」「機械・部品」「高性能素材」などが設立当初は重視されていた。また、投資の事業レベルに関しては、スタートアップ／ベンチャー支援レベル、事業の分割・支援レベル、海外買収レベルの3種類に分かれている（図表－8）。スタートアップ／ベンチャー企業といっても、さまざまな段階があり、段階に応じた支援が必要となるため、支援の段階＝事業レベルを設定したうえで支援がなされる。

機構のミッションからすれば、ハイリスクでローリターンスタートアップ／ベンチャーレベルへの投資が主となるのが妥当であるが、先にも述べたように企業の再編や分割といったレベルにも支援が可能であり、産業革新機構はこのレベルの事業と支援に多額の資

金を費やしたという事実がある。ジャパンディスプレイやルネサステクノロジーの事例がそれに当たる。大企業の再生と負債の穴埋めのための支援という側面が否めず、官民ファンドの問題点として挙げられる。

図表－８ 投資の事業レベルと分布



（出所）「株式会社産業革新機構の運営状況について」平成 25 年、p.9（www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal.../2.pdf）より。

もちろん、リスクの高いアーリーレベルへの支援の必要性が等閑視されていたわけではない。そのための措置もとられている。特に 2013 年 6 月、安倍政権により閣議決定された『日本再興戦略』においてそうした必要性が強化された。ベンチャーや新事業に対する支援に関して再興戦略では、「ベンチャー投資・再チャレンジ投資の促進」を重視し、その具体策として、①ベンチャーや新事業創出の担い手及び目利き・支援人材の育成、②個人によるベンチャー投資の促進、③民間企業などによるベンチャー投資の促進、④資金調達が多様化、⑤個人保証制度の見直し、⑥既存企業の経営資源の活用、などが重視された¹⁶⁾。また、ベンチャー企業などへの資金供給ということで、我が国のベンチャーキャピタルによる投資額は米国の 5%に過ぎず、エンジェル投資家による資金支援についても諸外国と比べ低調であり、そうした弱点を埋める観点から産業革新機構への支援強化が図られた。

さらに翌年には、政府による「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（平成 25 年 1 月 11 日閣議決定）により、「ベンチャー企業等や先端技術の事業化のためのリスクマネー供給」として、1,040 億円の予算が革新機構に投じられることとなった。こうした動きから、機構内ではベンチャー企業への支援を加速させるため、一定の金額以下の支援案件については、機構内で意志決定プロセスを簡略化する『アーリー投資プログラム』が設けられている。『アーリー投資プログラム』の対象や内容は、以下のとおりである（図表－9）。

図表－9 「アーリー投資プログラム」の内容

【特定領域】：ハイテク領域、ライフサイエンス領域、アカデミア発シーズ領域

【判断基準】

- ① 事業内容が特定領域に合致するものであり、差別性・成長性を持つ事業であること
- ② 事業計画を遂行可能な経営体制構築が見込まれること
- ③ EXIT の蓋然性が見込まれること
- ④ 産業革新機構がリードインベスターあるいはそれに準ずる役割を果たせること
- ⑤ その他支援基準に適合すること

【投資枠の上限】

ハイテク領域・・・1 案件当たり 10 億円以下、領域総額 50 億円以下

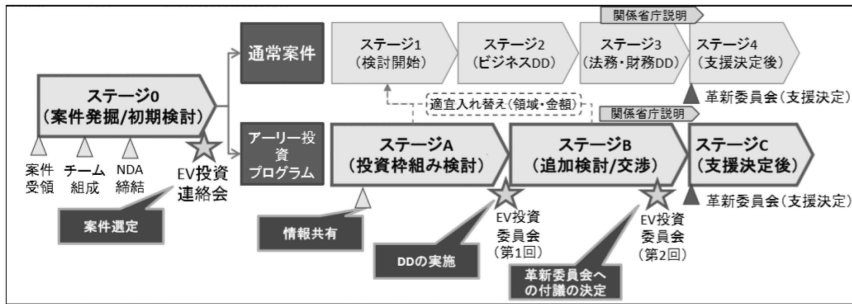
ライフサイエンス領域・・・1 案件当たり 10 億円以下、領域総額 50 億円以下

アカデミア発シーズ・・・1 案件当たり 1 億円以下、領域総額 10 億円以下

(出所)「平成 24 年度産業革新機構の業務の実績評価について」経済産業省、p.9 (http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy24.pdf) より。

同プログラムでは、案件発掘から支援決定までのプロセスにかかる時間を短縮し、リスクマネーの供給が機動的に行われるような体制作りがなされた。図表－10 に示すとおり、案件発掘／初期検討段階（ステージ 0）以降のプロセスとして、通常は個別案件について 4 つのステージが施される。担当チーム内の検討段階（ステージ 1）、初期的なビジネスデューデリジェンスを実施する段階（ステージ 2）、法務や財務的な観点からの本格的なデューデリジェンスを行う段階（ステージ 3）、産業革新委員会での支援決定以後の段階（ステージ 4）の 4 段階である。但し『アーリー投資プログラム』においては、投資枠組み検討段階（ステージ A）、追加事項の検討及び交渉段階（ステージ B）、産業革新委員会での支援決定以後の段階（ステージ C）の 3 段階を設け、案件発掘から支援決定までのプロセスにかかる時間を短縮し、ベンチャー企業へのリスクマネーの供給が機動的に行われるような体制作りがなされた。こうした施策には、ベンチャー案件の支援について、一定の案件の検討を確保しながら意志決定を迅速化させ、投資件数を増加させることができる工夫が凝らされている¹⁷⁾。

図表－10 アーリー投資プログラムによるリスクマネーの機動的な供給体制



(出所)「平成 24 年度産業革新機構の業務の実績評価について」経済産業省、p.9 (http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaiei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy24.pdf) より。

3. 産業革新機構の投資実績と特徴

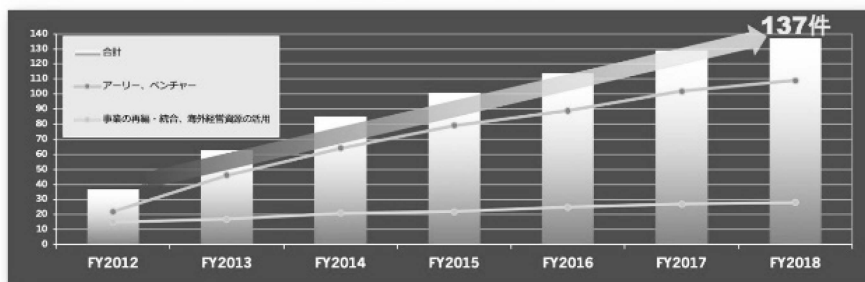
1) 全体像

これまで産業革新機構によるファンドの特性や投資案件のマネジメント体制などを整理してきた。ここでは 2009 年から 2018 年まで、産業革新機構が手掛けた投資案件と実績を確認し、どんな成果を上げたのか、そしてどんな特徴があり、意義や問題点はどこにあるのかにつき考察しておく。

投資決定件数の推移からみると(図表－11)、設立から 2018 年末までの革新機構が手掛けた総数は 137 件に及ぶ¹⁸⁾。2012 年より累積値でデータが示されるようになったため、2009 年から 2011 年までの推移はグラフには載っていないが、2009 年は実績はなく、2010 年は 12 件、2011 年 13 件である。折れ線グラフで、事業レベル別の投資対象数が描かれている。事業レベルはアーリー・ベンチャー(スタートアップ・ベンチャー)レベルへの投資、分割・再編レベルへの投資、海外経営資源への活用レベルという 3 つに分かれる。

図表－11 投資決定件数の推移(累計)

投資決定件数推移(累計)



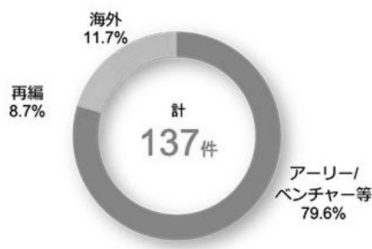
(出所) 産業革新機構 HP (<https://www.incj.co.jp/performance/data/>) より。

折れ線グラフで、アーリー・ベンチャーレベルと分割・再編+海外の投資特性を見ると、件数の伸びは、アーリー・ベンチャーレベルへの投資が寄与しており、数の上ではリスクが高く新規性のある若い事業体を育成しようとしている。レベル別構成比は、アーリー・ベンチャーレベルへ割合は 79.6%、分割・再編レベルは 8.7%、海外は 11.7%で、アーリーレベルへの投資を主としている。しかし、投資金額ベースでみると全投資額（1 兆 1205 億円）の 52.8%は分割・再編レベルの投資が占めており、アーリー・ベンチャーレベルへ割合は 22.5%に留まり、海外は 24.7%である（図表-12）。件数で 8.7%に過ぎない分割・再編レベルの投資対象に、全投資額の半分以上が費やされている。詳しくは後述するが、ジャパンディスプレイとルネサスエレクトロニクスへの投資が突出して大きくなっていた。産業革新機構の役割としては、大企業の負債の軽減や再生といった目的は本来の役割ではないことからすると、問題点といえる。

アーリーレベルに限定して、どんな業種への投資が多いかをみると（図表-13）、件数構成比では、「IT・ビジネスサービス・コンテンツ・知財」29%、「ライフサイエンス」19%、「産業機械」13%、「素材・化学」10%、「電子デバイス」9%、「戦略的 LP 投資」7%、「消費財・小売」6%、「インフラ」4%、「エネルギー」3%、となっている。件数からすれば、IT 関連の支援や育成が重視されていたといえる。現在は AI や IOT といった時代になっているが、当時においても IT 関連の市場や技術は次世代を担う領域であり、アーリーステージのスタートアップ企業の台頭がすでに起こっていたことが予想される。一方支援額のウエイトで種別を見ても、やはり「IT・ビジネスサービス・コンテンツ・知財」が 30%で最も多く、次いで「ライフサイエンス」18%、「産業機械」8%といったような状況で、件数の構成比とほぼ同じである。

図表-12 投資決定件数（累計）と支援決定金額（累計）

投資決定件数（累計）



支援決定金額（累計）

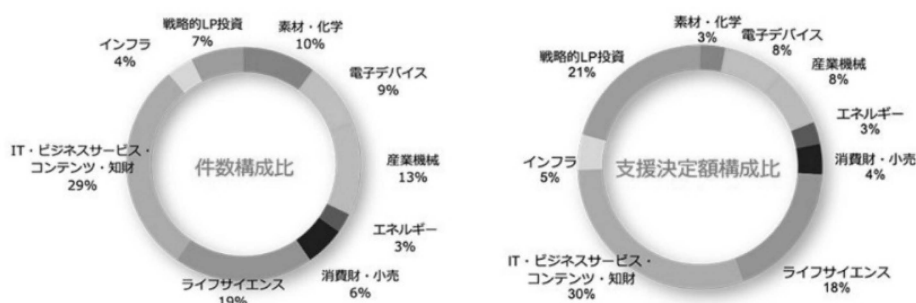


Exit件数（売却を開始もしくは完了した案件の累計）／投資決定件数の合計
48件／137件

（出所）産業革新機構 HP（<https://www.incj.co.jp/performance/data/>）より。

図表－13 アーリーステージ・ベンチャーレベルへの業種別投資構成

アーリーステージ&ベンチャー 産業別実績



(出所) 産業革新機構 HP (<https://www.incj.co.jp/performance/data/>) より。

より詳細に支援決定数と実際に投資された件数や額、借入金の推移など、図表－14 のとおりである。平成23年度ならびに24年度に支援決定額がとびぬけて大きくなっているが、ここにジャパンディスプレイとルネサステクノロジーへの支援が決定されている。スタートアップやベンチャー支援という本来の趣旨からは離れた投資と言えよう。

図表－14 年度別に見た支援決定などの実績

平成 29 年度までの機構による支援決定等の実績（公表時点ベース）

	支援決定額	実投資額	年度末 借入金残高	支援決定件数（追加投資除く）			投資実行 件数 ^{※2}	処分決定 件数
				合計	（うち直接 投資）	（うちLP出資 を通じた案件）		
平成 21 年度	100 億円	0 億円	0 億円	1	1	0	0	0
平成 22 年度	468 億円	309 億円	0 億円	12	12	0	12	0
平成 23 年度	3,437 億円	2,670 億円	2,190 億円	10	10	0	9	0
平成 24 年度	2,210 億円	724 億円	2,105 億円	14	14	0	14	0
平成 25 年度	821 億円	1,701 億円	2,985 億円	35	22	13	27	3
平成 26 年度	956 億円	820 億円	2,488 億円	74	20	54	23	1
平成 27 年度	311 億円	246 億円	2,488 億円	80	13	67	15	10
平成 28 年度	1,542 億円	1,689 億円	3,798 億円	80	13	67	14	17
平成 29 年度	647 億円	766 億円	1,978 億円	60	15	45	15	13
累計	1 兆 493 億円	8,925 億円	1,978 億円 ^{※1}	366	120	246	129	43 ^{※3}

※1 借入金残高は平成 29 年度末時点のもの。

※2 年度毎の件数は、当該年度に投資を行った件数。

※3 内 35 件は全保有株式の処分、4 件は一部の処分、4 件は支援撤回（同年度内に複数の処分決定が生じた場合は合わせてカウント）。

(出所) 経済産業省「平成 29 年度産業革新機構の業務の実績評価について」2018 年、p.2 (https://www.meti.go.jp/policy/jigyousai/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy29.pdf) より。

2) 企業の再編や再生のための支援ならびに機構の収支状況

企業の分割や再編に向けた支援に関して、ジャパンディスプレイの再編とルネサステクノロジーへの支援には多額の資金が投入されている。詳しく見よう。

ジャパンディスプレイへの支援は、対象子会社がそれぞれ有する世界最高水準の高付加価値技術を生かして新規生産ラインの立ち上げに用いて、高付加価値市場における需要に対応することが目指された。事業内容は、中小型ディスプレイデバイス及び関連製品の開発、設計、製造及び販売業で、支援により株主及びその議決権付株式の保有比率は、産業革新機構 70% ソニー10% 東芝 10% 日立 10%となった¹⁹⁾。政府系ファンドが経営に関与する文字通りの「日の丸液晶」体制が出来上がったと言える。しかし、新興国にディスプレイ市場は占有され、日本のメーカーは苦戦を強いられており、それらを統合して生き残りを図るために産業革新機構を活用したところがあるように思われる。大企業の事業の再編であり、スタートアップやベンチャーといった趣旨への支援とは一線を画すといつてよいであろう。そうした企業再生という役割も産業革新機構は果たしていた。

一方、ルネサスエレクトロニクスに関しては、車載用マイコンで世界トップの企業であったが、2011年の東日本大震災による工場の被災による影響、欧州や中国を中心とした市場悪化による需要減、タイ洪水影響などにより前四半期比で9%減収、営業損益で40億円の赤字、四半期純損益で24億円の赤字となった。人員削減や工場閉鎖などの経営再建を進めてきたが、財務体質の抜本的な改善を図るため、産業機構が中心となり再生が実施された。産業革新機構が1383億5000万円を出資し、ユーザー企業8社が総額116億5000万円出資している。ユーザー企業の出資額の内訳は、トヨタが50億円、日産が30億円、ホンダ系サプライヤーのケーヒンが10億円、デンソーが10億円、キャノンが5億円、ニコンが5億円、パナソニックが5億円、安川電機が1億5000万円となっている²⁰⁾。

この事例も、次世代のスタートアップ企業を育てるという趣旨からは一線を画しており、救済のための支援といえる。マイコンなどは確かに次世代を担う技術であり製品ではある。デジタル産業の中核となる企業の経営不安に対して、ファンドを通じた支援は必要であろう。まして震災の影響も受け、支援の対象となってもいいと思われる。しかし、産業革新機構が果たす役割からすると本流ではない。別の支援策により救済されてもよかったかもしれない。

最後に、革新機構の収益状況を見ておく。図表-15のとおりである。設立から2年間(21年度、22年度)は、売上げを計上することができなかったが、23年度より計上できるようになった。25年度に初めて純利益で黒字を計上している。この年は売上も非常に大きい。同じような状況が29年度に見られ、売上高、営業利益、純利益ともに格段の規模で黒字化している。

平成25年度は、6月にアベノミクスの「日本再興戦略」により機構にベンチャー投資の促進策が施され、健康医療分野への財政基盤強化が実施された。また、機構による黒字化の直接的な要因ということでは、設立後初めての保有する支援対象事業者の株式処分が行われた(初のエグジットの実行)。カーブアウトベンチャーの(株)JEOL.PERSONANCEの全株式を売却している。そして大型事業再編という投資対象であった(株)ジャパンディスプレイについて、同社の上場に際し保有株式の47%を売却している。さらにバイオベ

ンチャーの（株）ファルマエイトについては、同社が清算することとなったため支援決定を撤回した。以上のような投資活動の結果、売上高と利益の黒字化が達成されている²¹⁾。

平成 29 年度も黒字化されたが、その要因は次のような理由による。この年の活動としては、AI や IOT、ビッグデータといった分野への投資が重視され、新規の投資活動が推進された。そして、同時にバリューアップ活動及びエグジッド活動に注力するステージへの移行も重視された。この期はエグジッドが本格化し、14 件のエグジッドがあった。また売上高については、機構が保有する営業投資有価証券の売却収入が主となっていた²²⁾。徐々に機構の収支状況は良くなっていったと言っていいであろう。

図表－15 産業革新機構の収益状況の推移

			(千円)
	売上高	営業利益	当期純利益
平成29年度(H29.4.1～30.3.31)	488,067,722	329,925,677	220,157,168
平成28年度(H28.4.1～29.3.31)	30,152,931	1,030,981	1,349,058
平成27年度(H27.4.1～28.3.31)	75,182,974	-42,119,266	-47,715,899
平成26年度(H26.4.1～27.3.31)	4,359,589	-8,428,856	-8,347,782
平成25年度(H25.4.1～26.3.31)	166,866,563	58,752,678	36,216,550
平成24年度(H24.4.1～25.3.31)	183,866	-8,989,334	-9,794,659
平成23年度(H23.4.1～24.3.31)	2,247	-4,312,671	-4,472,702
平成22年度(H22.4.1～23.3.31)	未計上		
平成21年度(H21.4.1～22.3.31)	未計上		

(出所)「産業革新機構の業務の実績評価について」各年版を参照して筆者作成 (<http://www.meti.go.jp/policy/jigyousai/saisei/sankatsuhou/kakushinkikou/> を参照)

4. (株) 産業革新投資機構の新設とガバナンス問題

1) (株) 産業革新投資機構(JIC) 設立の背景と新体制の特徴

2009 年に活動を開始した産業革新機構であるが、2018 年の 9 月に再編されることになる。その背景は、我が国の投資事業を取り巻く環境の変化にある。日本では、イノベーション実現に向けたリスクマネー供給の重要性が増しているにも拘わらず、その供給は限定的である一方、海外ではリスクマネーの供給主体が多様化しており、アジアでもソブリンインベスターがリスクマネーの供給主体になっている。そうした環境変化を認識した政府が産業革新機構の再編に着手したものといえる。

2013 年から進められたアベノミクスの 3 本の矢の 1 つである「成長戦略」との関りから、多くの種類の官民ファンド(中小企業向け、地域活性化向けなど)が設立されており、2018 年 9 月までに 13 のファンドが設立されている²³⁾。そうした成長戦略の影響も産業革新機構の再編を促す要因となっているが、より直接的な要因としては、2018 年 6 月に閣議決定された「未来投資戦略 2018」、ならびにそこに盛り込まれた成長力強化策が影響している。同年 5 月までに「生産性向上特別措置法」及び「産業競争力強化法等の一部を改正する法律」が成立し、アベノミクスによる「新しい経済パッケージ」が進められ、「未来投

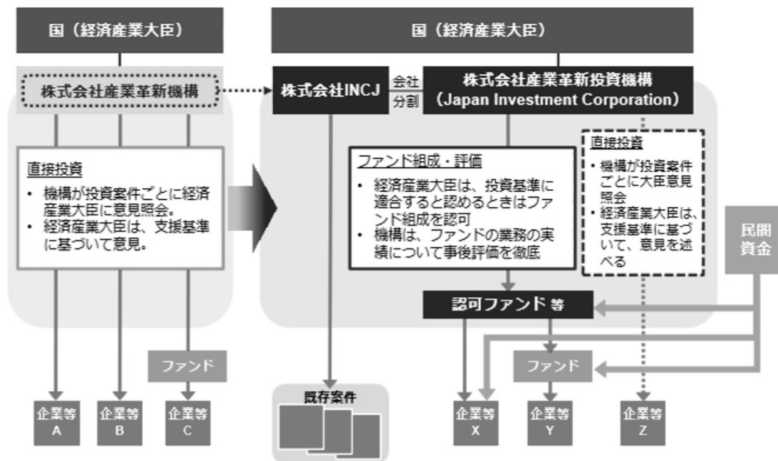
資戦略 2018」が策定されるに至ったのであるが、そこでは、①成長力強化に向けた民間によるリスクマネーの促進、②官民ファンドの統合などによる収益構造の改善、そして③実現困難な構想への挑戦に係る支援の仕組みの検討、などが重視されている。とりわけ官民ファンドの連携強化やファンドの統合による収益構造の改善を図ることが重視され、産業革新機構の再編に着手されていったと言える²⁴⁾。

そして同年 9 月に、これまでの（株）産業革新機構に代わって（株）産業革新投資機構が発足するに至った（代表取締役社長：田中正明＝三菱 UFJ フィナンシャル・グループの元副社長）。同機構は、その根拠法である「産業競争力強化法の改正法」の施行に伴い、株式会社産業革新機構から商号変更して発足した。新たなミッションとしては、「最終受益者本位の投資活動を通じ、産業競争力の強化と未来の産業の育成に寄与し、そして長期的なリターンの最大化を実現すること」を使命とし、次のような特徴ある投資活動を開始することとなった²⁵⁾。

1. 政策目的の達成に加え、投資ファンドとして、最終受益者に対するフィデューシャリー・デューティーを行動規範として活動を行い、長期的にリターンを最大化する。
2. 国内で不足するリスクマネーの供給を充実させるため、民間からの資金も呼び込みファンドを組成し、投資を行う。
3. グローバルに通用する産業を育成するため、国内のみではなく海外企業にも積極的に投資する。
4. グローバル水準の優秀な投資人材を招き入れる。
5. 適切な規律と、金融・投資のプロによる現場での迅速かつ柔軟な投資判断を両立させるガバナンス構造とする。

また新機構は「Society5.0 に向けた新規事業の創造の推進」、「ユニコーン・ベンチャーの創出」、「地方に眠る将来性ある技術の活用」、「既存事業による産業や組織の枠を超えた事業再編の促進」といった点も重視しており、より新しい活動方針を打ち出している。なお組織体制として、これまでの（株）産業革新機構は新しく発足した（株）産業革新投資機構の完全子会社として存続し、それまでに担ってきた投資案件を引き続きマネジメントする。2018 年 9 月以降、新たに手掛ける案件は（株）産業革新投資機構が着手することとなった（図表－16）。新機構は、2018 年 10 月 26 日に米国のパイオや創薬に携わるベンチャー企業に対して、投資する 1 号ファンドを設立し最大で 20 億ドルを拠出することを決めていた。ファンドの名称は「JIC-US」で、米国に創設し存続期間は 15 年であった²⁶⁾。

図表－16 新設された産業革新投資機構のスキーム



（出所）「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第10回）」平成30年『株式会社産業革新機構／JICについて』p.4（www.cas.go.jp/jp/seisaku/.../kensshohoukoku_dai10.pdf）より。

2) 役員総辞職とガバナンス問題

そのようにして活動を始めた産業革新投資機構であったが、同年の12月に田中正明社長や坂根正弘社外取締役（元コマツ会長）など、11人の取締役のうち民間出身の9人が辞任を表明するに至る（図表－17）。民間企業のマネジメント力を生かそうという狙いから、経営層の人事は大手企業出身者を招聘し、彼らの持ち味を生かそうという趣旨でスタートさせた新機構であったが、経営層全員が辞任を表明してしまう。

図表－17 役員メンバー

<監督機能>

役 職	氏 名
取締役会議長、産業革新投資委員会 委員長	坂根 正弘（さかね まさひろ）
社外取締役、産業革新投資委員会 副委員長	富山 和彦（とやま かずひこ）
社外取締役、産業革新投資委員	星 岳雄（ほし たけお）
社外取締役、産業革新投資委員	保田 彩子（やすだ あやこ）
社外取締役、産業革新投資委員	和仁 亮裕（わに あきひろ）

<執行機能>

役 職	氏 名
代表取締役社長 CEO、産業革新投資委員	田中 正明（たなか まさあき）
代表取締役副社長	金子 恭規（かねこ やすのり）
代表取締役専務 COO	佃 秀昭（つくだ ひであき）
代表取締役専務 チーフインベストメントオフィサー	戸矢 博明（とや ひろあき）
常務取締役 CFO	齋藤 通雄（さいとう みちお）
常務取締役 CSO	三浦 章豪（みうら たかとし）

* 齋藤氏、三浦氏の2名を除く9名が辞職

（出所）「株式会社産業革新投資機構 発足」『News Release』2018年9月、p.1（https://www.jic.co.jp/jp/news/pdf/pressrelease_j.pdf）より。

そうなった経緯は概ね次のとおりである。所轄する経済産業省と経営層との間で報酬問題を契機に対立が生まれ、結局、社長をはじめ民間出身の役員9人全員が辞職するに至っている。一度経営層が決めたルールを後から経済産業省（＝経済産業大臣）が訂正を要請し、ガバナンスを無視するような行動をとったところに原因がある。田中社長は記者会見で次のように述べている²⁷⁾。

「私どもは、経産省が掲げた投資事業という金融機能を活用することにより、我が国の将来の産業競争力を強化し、新産業を創出するという理念に共感して集まった。しかし、その後の経産省の姿勢の変化により、共感していた目的を達成することが実務的に困難となったという共通の見解に達し、民間からの取締役全員が辞任を表明することにいった」。

経営者への報酬が1億円を超えるとされ、“高額報酬”に関して経済産業省が撤回を申し出たのがきっかけとなっている。経営者側はその水準の報酬がほしいと言ったことは一度もなく、職務を要請され応諾した時点で報酬の話はなかったと説明しており、「経済産業省官房長が書面で約束し、取締役会で決議した内容を一方的な都合で白紙撤回した」ところに不信を抱き辞任に至ったものと言える。取締役会議長・社外取締役の坂根正弘氏も、①官側が提案に基づいて取締役会で正式決議したことを根底から覆されたこと、②両者間の信頼関係が修復困難な状況の中で、今後取締役議長としてガバナンスを遂行することに確信がもてなくなったこと、この2点が辞任に至った要因であることを言明している²⁸⁾。役員ほぼ全員が経産省側のガバナンス違反を指摘しており、官の側の「傲慢さ」が原因であったといえる。

こうした事態は、官側の越権行為といえるのではないかと考えている。民の活力とマネジメント力を生かそうという趣旨の機構であり、官の支配する機関ではない。まして経緯を鑑みると、取締役会の正式決定を一方的都合で白紙撤回させるのは、やはりガバナンス違反と言われても致し方ないように思われる。役員の報酬の高さや決め方は他の企業の事例でも問題になることが多い。「公」の立場からすれば、年収1億円という額は確かに一般論としては大きい額であろう。しかし、一方的な白紙撤回という解決は越権的である。官の資金が大きく投下され、筆頭株主は産業経済大臣であるが、一定のルールの則って解決策に至るプロセスがなかった。ガバナンスにおける委員会制の導入など、新機構や各種の官民ファンドにおいては、今後整備していく必要があると言える。

5. まとめにかえて（官民ファンドの意義と今後の課題）

官民ファンドは、リスクマネーの供給という役割が最も重視される²⁹⁾。そこに機構の役割の本質がある。官民ファンドが必要とされるのは、「市場の失敗」に対する「民業の補完」という役割を果たすところにある。AIやIOTという時代が本格化するなか、新しい技術やサービスが創出されている。第4次産業革命と呼ばれるような潮流が現実のものとなっている。スタートアップ企業やベンチャー企業がそうした波を牽引していることは間違いない。米国のように、投資銀行やエンジェルなどによるリスクマネーの供給が大規模に展開されるのであれば、政府による仲介はそれほど必要とされず、いわゆる市場原理の下で

スタートアップ企業も創出されるが、我が国のようにリスクマネーを供給する企業と市場が脆弱である場合、政府による民業の補完は必要である。

先行研究によると、「市場の失敗と民業の補完」という考え方には4つのアプローチがある。①開発ビュー、②政治ビュー、③社会ビュー、④エージェンシー・ビュー、というアプローチである³⁰⁾。官民ファンドの存在意義と役割は、まずは「民業の補完」であり、それは③の社会ビューにあたる。平時に担うべき役割として以下の3点が挙げられる³¹⁾。

- ① 情報の非対称性や不完全競争、外部経済効果（特に非排除性）など、市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない状況に対応する「民間金融市場の補完」
- ② 大規模・超長期プロジェクトやインフラの海外展開における「民間では担えないリスクの負担」
- ③ 民間の投資マーケットが十分に形成されていない状況で公的資金を呼び水とした「民間資金の誘発効果」

特に③の効果を顕在化させる役割を、官民ファンドが担っているといえる。もちろんファンドは、産業革新機構の考察でも触れてきたように、単にマネーの供給だけがミッションではない。民間のマネジメント力を活用し、次世代を担うスタートアップ企業の育成に尽力しなければならない。この点が新たに創設された産業革新投資機構に委ねられた強いミッションであったはずである。過去において、産業革新機構が多額の資金を企業の分割と再生に注入していたことは、本来の官民ファンドの趣旨からは外れており、新しい産業革新投資機構には、アーリーステージのスタートアップ企業へのマネー供給とマネジメント力の養成を促す役割が求められる。スタートからガバナンス上の問題が発生し、役割を発揮していない新機構であるが、筆者はその存在意義は否定されるものではないと認識している。

最後に、星岳雄／保田彩子氏による産業革新機構ならびに産業革新投資機構に対する問題点と改善点を紹介しておく³²⁾。辞任した役員でもあった2人である。彼らは、日本のイノベーション政策の1つとして、官民ファンドを使って米国のベンチャーキャピタルのように高成長企業を育てるという試みは間違っていないし、民間ベンチャーキャピタルのモデルとなるような官民ファンドも有効かもしれないとする。しかし、成功には米国のベンチャーキャピタルの仕組みを正しく理解し、取り込むことが不可欠であり、現状の官民ファンドの構造は根本的に間違っていると指摘して、改善点を提示している。

彼らが最も問題視している点は、成功報酬（キャリー）の設計である。致命的な欠点として次の3点を挙げている。①ファンド全体の元本返還原則が規定にない、②元本返還達成以前にキャリーを支払い、ファンド解散時に過剰キャリーが判明したら、支払い済みキャリーを返還させる「クローバック条項」がない、③一方でキャリーの支払いに上限がある、である³³⁾。総じて、キャリー設計とインセンティブがうまく連動していないところが問題点であると指摘している。最後に彼らは、「まずはINCJ（＝産業革新機構：筆者）のキャリー規定に解散時に過剰キャリー分を返済するクローバック条項を付け、ファンド全体の元本返還到達度の開示を求め、そのモニタリング（監視）をすることが急務だろう。」と結んでいる³⁴⁾。

先にも触れたが産業革新投資機構は、株式会社として株主である国（政府）との関係において、会社法などに基づくガバナンスを機能させることが求められる。さらに、産業競争

力強化法に基づく認可法人として、役員の選任、定款変更、事業年度の予算、借入、特定資金供給の決定など、事業活動上の重要な決定事項については、経済産業大臣の認可などの手続きを経ることとなっている。民のマネジメント力を活用するとしながらも、経済産業大臣や政府の意向・判断が、意思決定プロセスならびにマネジメントプロセスに入ってくる。今回の辞任劇などは、「官」の意向や判断が「民」の意向や判断を押し切ってしまったところに問題があり、要するに「官」の力学に引っ張られるところが多分にあったということであろう。

今後は、民の意向と持ち味をどのようにマネジメント力としてファンドに移転させていくか、そしてそのガバナンスをどう確立させていくか、といったところが課題といえる。また、理想としては VC や CVC などの市場の力によるスタートアップ創出と競争環境が育まれることが望まれる。裏を返せば、我が国においては、先行投資・研究開発型企業を育成していくためのエコシステムが形成されていないことに大きな課題があるといえる。そうしたエコシステムを形成していくためには、本来は民間ファンドがリスクマネー供給の担い手として十分に機能していることが必要であるが、それが可能となるまでは、産業革新投資機構などの官民ファンドが「先導役」としての役割を果たし、民間ファンドによる環境が整った後は、速やかにその役割を終えることが大切となるといえよう。これからの産業革新投資機構の活動を注視していきたいものである。

注)

- 1) 「目指すは巨大ベンチャー 数字で見るベンチャー市場 大型調達が増加、今後の有望分野は？」『月間事業構想』2018 年 11 月号: <https://www.projectdesign.jp/201811/goto-big-venture/005574.php> より。なお、2018 年 6 月には、日本のユニコーン企業であるメルカリが IPO (株式公開)。時価総額が約 6700 億円という大型上場となりっている。5 月にはラクスル時価総額 453 億円、4 月には HEROS は時価総額 1634 億円、3 月には RPA ホールディングス時価総額 738 億円、2 月にはジェイテックコーポレーション時価総額 545 億円など、上場企業が生まれている。同資料より。
- 2) 日経朝刊、2018 年 9 月 4 日付け。同記事では、「世界の投資マネーが集まる米国より、欧州との比較が参考になるとの見方がある。その比較でも国や自治体による支援や、年金基金など機関投資家の出資拡大、起業家教育などで日本はまだ途上といえそう」と指摘されている。
- 3) 「未来投資戦略 2018 —『Society 5.0』『データ駆動型社会』への変革—」平成 30 年 6 月、p.123. https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2018_zentai.pdf より。
- 4) 「未来投資戦略 2018」、同上資料、pp.123-124. 同プログラムに関しては、<http://www.meti.go.jp/press/2018/06/20180611003/20180611003.html> が詳しい。
- 5) 2013 年に、根拠法が産業競争力強化法に変更され、同法にて期限となる 2024 年からさらに 9 年間延長されることが決定されている。また、2009 年には、企業再生支援機構法に基づき債務に陥った中小企業向けの官民ファンドとして、企業再生支援機構が設立されている。機構には政府が 100 億円、民間金融機関約 130 社が 100 億円を出資している。資金調達に使う政府保証枠は 1.6 兆円分を確保している。同機構は、2013 年に地域経済活性化支援機構へと改組されている。2013 年頃より、アベノミックスの「3本の矢」にあたる「成長戦略」の一環として、官民ファンドが各省庁から設立されることとなった。2018 年 7 月までに

- 上記の２つのファンドを合わせる１４のファンドが設立されている。１７年末の会計監査員の調査によると、全体の４割強にあたる６つが損失を抱えており、最近では統廃合や再編が検討されている。
- 6) 詳しくは、経済産業省経済産業政策局『株式会社産業革新機構について』平成 25 年、pp. 1—14 (<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/fund/dail/siryou2.pdf>) を参照されたい。
 - 7) 詳しくは、産業革新機構 HP (<https://www.incj.co.jp/business/goal/>) を参照されたい。2018 年 9 月に(株)産業革新投資機構＝JIC が設立され、新規の案件は同社が請け負い、それまで手掛けてきた案件は産業革新機構が(株)産業革新投資機構＝INCJ の 100%子会社として継承するという体制となる。また、15 年という時限組織であったが、さらに 9 年延長された。
 - 8) 産業再生機構などは、2003 年から 2007 年まで、まさに事業の再生を支援していた。
 - 9) 日本経済新聞朝刊 2017 年 8 月 6 日付け、日本の漫画やゲームをハリウッドで映画化するというオールニッポン・エンタテインメントワークスに 22 億円を出資したが、1 本の映画も制作できないまま同機構はわずか 3400 万円での売却を余儀なくされた。23 億円を出資したフラッシュメモリー開発ベンチャーの GENUSION は経営破綻している。
 - 10) 日経朝刊、2018 年 6 月 21 日付け。
 - 11) 拙稿「産業革新機構による次世代技術開発と事業支援の動向分析」『静岡産業大学情報学部研究紀要』第 15 巻 (2013 年)、pp.122—127 を参照されたい。
 - 12) 詳しくは「官民ファンドについて」(<https://www.mod.go.jp/j/approach/agenda/meeting/sobi-gijutsuiten/sonota/pdf/04/001.pdf>) を言参照されたい。
 - 13) オープンイノベーション論に関しては、ヘンリー・チェスブロウ／ウィム・バンハ・ペーバク／ジョエル・ウエスト著 (PRTM 監訳／長尾高広訳) 『オープンイノベーション』英治出版、2010 年、pp.17—31 を参照されたい。
 - 14) 初年度に当たっては、政府からの 820 億円の出資のほか、産業革新機構の趣旨に賛同した企業 16 社から出資により、合計 905 億円の資金規模でスタートしている。また、機構が金融機関から資金調達を行う場合は最大で 8000 億円の政府保証が付されることとなっていた。これらを合わせ最大で約 9000 億円の投資を行うことが可能という形でスタートしている。株式会社産業革新機構『News Release』2009 年 7 月 27 日 (<https://www.incj.co.jp/news/upload/docs/090727-01.pdf>) より。
 - 15) 「株式会社産業革新機構支援基準 (平成二十一年経済産業省告示第二百十六号)」(http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/outline/data/etc-1/kijyunn_sannkaku.pdf) より。
 - 16) 経済産業委員会調査室 (鎌田・柿沼・中西) 「日本再興戦略の概要と今後の課題 — 期待される「成長戦略実行国会」での議論の深化 —」『立法と調査』(No.345)、2013 年、p.89。
 - 17) なお、平成 25 年 12 月に成立した産業競争力強化法では、一定規模以下のベンチャー企業などに対する支援決定について、産業革新委員会における決定を不要とし、支援決定前に求めている主務大臣などへの意見照会を支援決定後の事後報告とすることによって、さらなるベンチャー投資の迅速化が期待できる制度となっている (「平成 24 年度産業革新機構の業務の実績評価について」経済産業省、p.9 (http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy24.pdf) より。
 - 18) 産業革新機構 HP (<https://www.incj.co.jp/performance/data/>) を参照している。
 - 19) 「中小型ディスプレイ事業統合に関する正式契約の締結について」産業革新機構『News Release』(2011 年 11 月 15 日 (<https://www.incj.co.jp/news/assets/1321413998.02.pdf>) より。

- 20) 機構と8社は、翌年2月から9月までにかけて、ルネサスが発行する第三者割当増資を引き受け、発行価格は1株当たり120円で、総額1500億円を調達している。増資後は機構が69.16%出資する筆頭株主となり、ユーザー企業8社の出資比率は5.82%となった。「ルネサスエレクトロニクス株式会社への共同出資を決定」『News Release』産業革新機構2012年 (<https://www.incej.co.jp/news/upload/docs/1417688372.01.pdf>) ならびに「ルネサス、産業革新機構やトヨタなどが1500億円出資...再建スキーム決定」(<https://response.jp/article/2012/12/10/186754.html>) を参照している。
- 21) 平成25年度「事業報告」(https://www.j-ic.co.jp/jp/report/pdf/report140701_01.pdf) ならびに26年度の「事業報告」(https://www.j-ic.co.jp/jp/report/pdf/report150701_01.pdf) を参照されたい。
- 22) 平成29年度の「事業報告」(https://www.j-ic.co.jp/jp/report/pdf/report180701_01.pdf) を参照されたい。
- 23) 2018年9月末現在で、官民ファンドへの政府からの出資額は約7,926億円、民間からの出資額は約3,990億円であり、官民ファンドは、政府及び民間から合計約1兆1,916億円の出資を受け入れている。また、2018年度においては、官民ファンドに対し2兆9,849億円の政府保証が付されている。他方、官民ファンドがこれまでに支援決定した出資案件は910件、支援決定額は約2兆3,712億円、実投融資額は約1兆8,603億円であり、官民ファンドの投融資が呼び水となって民間から投資された額は約4兆1,780億円となっている。官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告(第10回)」平成30年 (https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/pdf/pp.1-2)。なお、官民ファンドの全体に関わる特徴や意義、問題点などの考察に関しては、今回は紙面の関係で行えないが、筆者の今後の後の課題である。
- 24) 「平成31年度の財政投融資計画要求書」平成30年8月31日 (www.mof.go.jp/filp/plan/fy2019/.../5-02.pdf) を参照されたい。
- 25) 産業革新投資機構「株式会社 産業革新投資機構発足」『News Release』2018年9月25日、pp.1-2 (http://www.j-ic.co.jp/jp/news/pdf/pressrelease_j.pdf) より。
- 26) 経済産業省産業創造課「産業革新投資機構がJIC-USへの特定資金供給を行うことの認可について」平成30年、pp.1-16が詳しい (<http://www.meti.go.jp/press/2018/10/20181026012/20181026012-2.pdf>) より。
- 27) <https://abematimes.com/posts/5388318> より。
- 28) https://www.jic.co.jp/jp/news/pdf/JIC_ExternalDirector_20181210.pdf。なおこの資料には、辞任した役員の名のコメント記録が掲載されている。
- 29) 詳しくは、参議院常任委員会調査室・特別調査室(藤井 亮二)「転換期を迎えた財政投融資の役割」『立法と調査』(No.400)、2018年、pp.66-67を参照されたい。
- 30) 金融調査研究会報告書『中期的に見たわが国公的金融のあり方』第2研究グループ 田中秀明「官民ファンドのガバナンスー政府による産業投資の可能性と限界ー」、pp.70-73を参照されたい。
- 31) 同上。
- 32) 日経朝刊、2019年2月11日付け。「経済教室」(官民ファンドのインセンティブー投資回収促す報酬体系をー)。なお両氏は、新設された産業革新投資機構の社外取締役のメンバーでもあった。
- 33) 同上。
- 34) 同上。なお、クローバック条項に関しては、大塚章男「(解説) 役員報酬とコーポレート・ガバナンスーclawback条項を手掛かりとしてー」2017年、pp.25-30を参照されたい (<http://www.lawschool.tsukuba.ac.jp/wp/wp-content/uploads/2017/05/9cf63ab383633ae54c8c28a49a6393a9.pdf>)。